

감사품질이 기업가치에 미치는 영향*

김상헌

동서대학교 경영학부 전임강사

(cpashk@gdsu.dongseo.ac.kr)

본 연구는 자본시장에서 기업의 내·외부감시주체로서 중요한 역할을 수행하고 있는 외부감사인의 품질이 기업가치에 미치는 영향에 대해 살펴보았다. 구체적으로 외부감사인이 감시주체로서 경영자의 재량적 행동을 효과적으로 통제한다면 즉, 높은 수준의 감사품질을 유지한다면 효율적 자본시장에서는 회계정보의 신뢰성 향상과 대리인비용 감소에 대한 긍정적인 신호효과(signal effect)로 인해 기업가치가 상대적으로 높게 나타날 것으로 예측된다.

본 연구의 분석대상기간은 감사품질관련 자료가 본격적으로 공시되기 시작한 1999년부터 2003년까지이며, 관리종목과 금융업종에 해당되지 않는 상장기업 중 극단치를 제거한 총 2,013개(기업-년) 자료를 분석대상으로 하였다.

분석결과는 감사인의 규모가 클수록, 감사에 투입하는 시간이 증가할수록 그리고 감사품질의 우위에 대한 대가로 인식되는 감사보수가 증가할수록 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다. 이는 감사품질이 높은 수준에서는 경영자의 재량적 행동에 대한 효과적인 감시로 인해 대리인비용이 감소되고 회계정보의 신뢰성이 향상될 수 있으므로 주식시장에서 상대적으로 긍정적인 평가를 받게 되는 것으로 해석할 수 있다.

한편 감사품질이 기업가치에 영향을 미친다는 본 연구결과와 달리 오히려 기업가치가 감사품질의 구매에 영향을 미칠 가능성이 존재한다. 따라서 감사인 선임모형을 이용하여 실제로 기업가치가 감사품질의 구매에 영향을 미치는지를 추가분석하였다. 추가분석결과에 따르면 기업가치는 감사품질의 구매와 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다. 이는 제공된 감사품질이 기업가치에 실질적인 영향을 미친다는 본 연구결과의 신뢰성을 높여주는 것이다.

본 연구는 기존 선행연구에서 주로 초점을 맞춘 기업의 지배구조 및 재무상태에 추가하여 감사품질 또한 기업가치 평가문제에 중요한 요인으로 작용할 수 있음을 실증적으로 보여주었다. 따라서 기업가치를 높이기 위해서는 기업지배구조 개선 노력과 함께 감사품질을 높이려는 정책적 노력이 필요함을 시사해 주고 있다.

주제어: 기업가치, 내·외부감시주체, 감사품질, 감사인규모, 감사투입시간, 감사보수

1. 서론

기업가치에 중요한 영향을 미치는 요인으로는 크게 국내외 경제상황과 같은 기업 공통의 요인과 지배구조나 재무상태와 같은 기업 특유의 요인으로 구분할 수 있다. 그러나 경제상황과 같은 거시적 환경요인은 모든 기업에 대체로 비슷한 영향을 미치게 되므로 기업가치와 관련된 대부분의 연

구는 기업 고유의 특성, 즉 기업의 지배구조와 재무상태에 초점이 맞추어져 있다. 특히 금융위기 이후 기업지배구조에 대한 투명성이 사회적 관심으로 등장하고, 1998년 사외이사 선임이 법제화되는 등 기업의 지배구조 환경이 급격히 변화함에 따라 이 분야의 연구는 더욱 활발히 이루어지고 있다.

먼저 지배구조와 관련된 기업가치연구는 기업의 주식을 소유하고 있는 주체와 경영자를 감시할 수

논문접수일: 2004. 12 게재확정일: 2005. 7

* 이 논문은 2005년도 동서대학교 학술연구조성비의 지원에 의하여 연구되었음.

본 논문의 심사를 맡아 유익한 논평을 해주신 익명의 심사자들에게 진심으로 감사를 드립니다.

있는 내·외부통제기구의 역할이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 초점이 맞추어져 있다. 세부적으로 주식 소유주체에 대한 연구는 내부자, 기관투자자, 외국인투자자의 존재유무 및 보유지분율의 크기를 중심으로, 내·외부통제기구에 대한 연구는 대부분 사외이사의 존재여부 및 비율 그리고 감사위원회 등을 중심으로 이루어 졌다. 또한 기업 재무상태와 관련된 기업가치연구는 주로 기업규모, 자본구조, 수익률, 개발비 등의 기업 재무적 특성이 기업가치와 어떠한 관계에 있는지를 살펴보는 데 초점을 맞추고 있다.

이상의 선행연구에 따르면 기업의 재무적 특성과 함께 경영자에 대한 감시와 통제기능을 수행하는 기업의 내외적 지배구조가 기업가치에 유의한 영향을 미치는 것으로 요약할 수 있다. 그러나 지금까지의 연구대상인 외국인투자자나 사외이사 등과 더불어 경영자에 대한 감시주체로서 중요한 역할을 수행하는 외부감사인 역시 기업가치에 유의한 영향을 미칠 것으로 판단된다. 이는 소유와 경영이 분리되어 필연적으로 대리인비용이 발생하고 투자 의사결정의 중요한 지표로서 회계정보가 이용되는 현행 자본시장에서 감사인의 역할이 매우 중요하기 때문이다. 즉, 외부감사의 목적이 외부의 주주를 대신하여 경영자를 감시하고 올바른 경영성과를 공시하게 함으로써 대리인비용¹⁾을 감소시키고

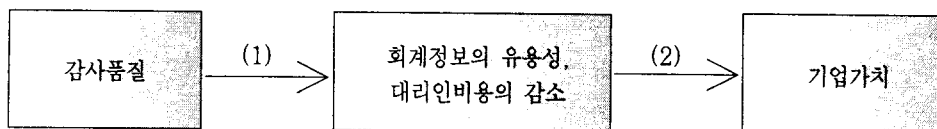
회계정보의 신뢰성을 확보하는데 있다는 점에서 외부감사인의 역할은 필연적으로 기업가치와 밀접한 관계를 가지게 된다.

구체적으로 외부감사인이 감시주체로서 경영자의 재량적 행동을 효과적으로 감시하여 대리인비용을 감소시키고 신뢰성 있는 회계정보를 제공할 수 있다면 효율적 자본시장에서 기업의 가치는 상대적으로 높게 나타날 것으로 예측된다. 이때 외부감사인이 감시주체로서 본연의 임무를 수행하기 위해 반드시 필요한 전제조건은 경영자에 대한 감사인의 전문성과 독립성을 포함한 높은 수준의 감사품질이다. 즉, 기업의 가치를 높이기 위해서는 경영자에 대한 충실한 감시와 견제가 가능한 높은 수준의 감사품질이 요구되는 것이다.

그러나 현재까지 감사품질이 기업가치에 미치는 영향에 대해 직접적으로 살펴본 연구는 거의 없으며, 대부분의 연구는 (1)감사품질의 유용성과 (2) 회계정보의 유용성이라는 두 가지 측면에서 살펴봄으로써 감사품질이 기업가치에 중요한 영향을 미칠 수 있음을 간접적으로 보여주고 있다(〈그림 1〉 참조).

먼저 감사품질의 유용성 측면에 대한 연구는 감사품질이 회계정보의 신뢰성 향상 및 대리인비용의 감소와 연관이 있음을 보여주고 있다(Chow 1982; Watts and Zimmerman 1983; Beatty

〈그림 1〉 감사품질과 기업가치의 관계



1) 기업가치에 영향을 미치는 경영자의 대리인비용은 자신의 지위를 이용한 특권적 소비, 노력 및 위협의 회피로 인한 비효율적 의사결정 등이 있으며, 경영자의 내부자지분율 및 외부감시주체들의 역할 등에 따라 다르게 나타난다(신준용 2002).

1989; Defond and Jiambalvo 1993; Becker et al. 1998; Francis et al. 1999; 나종길과 최기호 2001; 백원선과 유재권 2005). 즉, 외부 감사인은 재무제표에 대한 감사를 통해 보고이익이 진실한 이익에서 이탈하는 크기와 가능성(magnitude and likelihood)을 감소시킬 수 있다(Teoh and Wong 1993). 그러므로 감사품질이 높을수록 경영자의 재량적 발생액을 이용한 이익조정(earnings management)행위를 보다 잘 견제할 수 있으며, 이를 통해 주식시장에서는 회계정보의 신뢰성과 이익의 질이 높아지게 된다. 동시에 높은 수준의 감사품질은 외부이해관계자를 대신해 경영자에 대한 효율적인 감시기능을 가능하게 하므로 경영자와 외부이해관계자간의 정보비대칭(information asymmetry)에서 발생하는 문제 즉, 대리인비용을 완화시킬 수 있게 된다.

한편 회계정보의 유용성 측면에 대한 연구는 회계의 가치측정체계로서의 타당성과 회계정보의 유용성에 대한 직접적인 증거를 찾는 방향으로 수행되었으며 회계정보가 기업가치평가 즉, 주식이가격결정에 유의한 관련성을 갖는다는 사실을 제시하고 있다(김문철 1994; 정혜영 1995; 신승묘 1995; Lombardo and Pagano 2000; Bhattacharya et al. 2002). 특히 Bhattacharya et al.(2002)은 회계이익의 공격성, 손실회피성향, 이익유연화로 측정된 회계정보의 낮은 신뢰성(불투명성)이 정보의 불균형 및 위험을 증가시킴으로써 자본비용을 증가시키게 되고 이에 따라 자본시장의 유동성이 감소되는 등 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 된다는 사실을 보여주었다. 또한 Lombardo and Pagano(2000)는 회계기준의 엄격성 및 회계정보의 투명성과 신규공모시 주식저평가 금액과의 관계를 분석한 결과, 회계가 투명할수록 신규공

모시 주식저평가 금액이 적다는 사실을 제시함으로써 회계정보의 투명성이 기업가치와 관련이 있음을 보여주었다.

이상의 선행연구를 종합해 보면 외부감사인이 감시주체로서 경영자의 재량적 행동을 효과적으로 감시할 수 있다면 즉, 높은 수준의 감사품질을 유지한다면 대리인비용이 감소되고 회계정보의 신뢰성이 향상되어 효율적 자본시장에서 주가로 나타나는 기업가치는 높게 나타날 것으로 예측할 수 있다. 이에 따라 본 연구에서는 감사품질 대응치와 기업가치 측정치를 사용하여 감사품질이 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 실증분석 하였다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 II절에서 선행연구 검토 및 연구가설을 설정하고, III절에서는 표본 및 연구방법에 대하여 설명한다. IV절에서는 실증분석 결과를 논의하고, 마지막으로 V절에서 결론을 맺는다.

II. 선행연구 검토 및 연구가설

본 연구는 자본시장에서 기업의 외부감시주체로서 중요한 역할을 수행하고 있는 감사품질이 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하고자 한다. 그러나 감사품질은 계량적으로 측정될 수 없는 질적 속성이므로 본 연구에서는 선행연구에서 제시한 감사품질 대응치를 사용하여 감사품질이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보게 된다.

감사품질이란 기업의 회계시스템에 존재하는 이탈사항을 발견하고 이를 사실대로 보고하는 것(DeAngelo 1981)이므로 높은 감사품질을 유지하기 위해서는 이탈사항을 발견하는 감사인의 전문

가적 지식과 함께 발견된 사항을 사실대로 주주에게 보고할 수 있는 감사인의 독립성이 동시에 확보되어야 한다. 이와 관련하여 선행연구에서는 감사인의 전문가적 지식과 독립성을 대용할 수 있는 감사품질 대용치로 감사인의 규모(DeAngelo 1981; Johnson and Lys 1990; Defond 1992; 이효익 1990; 최관과 백원선 1998; 정석우 1999; 박종성과 최기호 2001; 백원선과 유재권 2005), 감사인의 명성(DeAngelo 1981; Palmrose 1988; Simunic and Stein 1987; Francis and Wilson 1988; Defond 1992; 이효익 1990; 정문종과 이재맹 1996), 한정 의견 표명성향(Chow 1982; 이효익 1990), 소송제기비율(Palmrose 1988), 감사인의 교체유무(박종성과 최기호 2001), 감리지적비율(이원창 1992), 감사인의 전문성(Shokely and Hoit 1983), 감사투입시간(최관과 백원선 1998) 및 감사보수(almrose 1986; Francis and Stokes 1986; 이상수 1999; 권수영과 김문철 2001) 등을 사용하고 있다.

본 연구에서는 선행연구에서 사용된 감사품질의 대용치 중 표본의 크기에 미치는 영향 및 감사관련 자료의 입수가능성 등을 고려하여 감사인의 규모, 감사투입시간 및 감사보수를 감사품질의 대용치로 사용하였다.

먼저 감사인의 전문가적 지식과 독립성을 나타낼 수 있는 감사품질의 대용치로 가장 널리 사용되고 있는 감사인의 규모에 관한 선행연구를 살펴보기로 한다. DeAngelo(1981)는 특정 피감사기업의 부당한 압력에 의해 감사의견이 영향을 받음으로써 발생하는 독립성 상실위험은 감사인의 규모가 클수록 낮아진다는 사실을 보여주었으며, Palmrose (1988)는 감사인의 규모가 감사인이 소송을 당하는 빈도와 어떤 관계가 있는지 살펴봄으로써 감사

품질의 대용치로서 감사인의 규모가 유용하다고 주장하였다.

Beatty(1989)는 신규상장시 Big8 회계법인으로부터 감사를 받게 되면 시장에 제공되는 회계정보의 신뢰성 향상으로 인해 주식의 저평가를 감소시킬 수 있으며, Teoh and Wong(1993)은 Big8 회계법인에게서 감사받은 경우가 NonBig8 회계법인으로부터 감사받은 경우보다 감사대상회사의 이익의 질이 높게 나타난다는 사실을 보여 주었다.

또한 발생액이 큰 기업의 경우 이로 인한 재무보고의 신뢰성 저하를 극복하기 위하여 Big6 회계법인을 선택하는 경향이 있지만 그러한 기업의 재량적 발생액은 NonBig6 회계법인을 선택하는 경우보다 작으며, 감사의견의 보수주의 성향은 Big6 회계법인의 경우에 더 높은 것으로 나타나고 있는데 이러한 결과들은 모두 감사인의 규모가 클수록 감사인의 품질이 높다는 사실을 보여주는 연구들이다(Becker et al. 1998; Francis et al. 1999).

한편 국내의 경우에는 외국처럼 일관된 결과를 보여주고 있지는 않으나 많은 선행연구들이 Big5 회계법인의 감사품질이 NonBig5 회계법인보다 높다는 사실을 보여주고 있다. 먼저 최관과 백원선(1998)은 감사인의 유형을 Big6 제휴법인과 국내법인으로 구분하고 감사시간과 감사보수를 이용하여 이들이 제공하는 감사품질을 분석한 결과 Big6 제휴법인이 그렇지 않은 경우보다 감사투입시간이 더 큰 것으로 나타나 감사품질에 차이가 있을 가능성을 보여주었다.

또한 정석우(1999)는 감리지적결과를 사용해 Big6 회계법인과 NonBig6 회계법인 사이의 감사품질을 분석한 결과 Big6 회계법인의 감리지적비율이 낮은 것으로 나타났으며, 박종성과 최기호

(2001)는 감사인 교체수요에 따라 감사품질이 상이한 감사인 사이에 교체가 일어난다는 것을 보임으로써 Big5 회계법인의 감사품질이 우수하다는 사실을 보여주었다.

백원선과 유재권(2005)은 보수주의 성향에 대한 측정치를 사용하여 Big4 제휴법인의 피감사기업이 NonBig4 제휴법인의 피감사기업에 비해 회계수치를 보고함에 있어 더 보수적인지를 실증분석 하였다. 분석결과에 따르면 Big4 제휴법인이 감사한 기업의 재무제표가 NonBig4 제휴법인이 감사한 기업의 재무제표에 비해 대체로 더 보수적인 성향을 보이는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 피감사기업의 재무제표 정보의 보수주의 정도가 감사인의 규모에 따라 차별성이 존재한다는 사실을 보여주는 것으로 해석된다.

따라서 감사인의 규모가 클수록 감사품질이 높다는 이상의 선행연구들에 기초할 때 규모가 큰 감사인으로부터 감사를 받은 경우에는 그렇지 않은 경우보다 상대적으로 경영자의 재량적 행동에 대한 외부감사와 통제기능이 보다 효과적으로 작동할 것으로 예상된다. 이에 따라 주식시장에서는 회계정보의 신뢰성 향상과 대리인비용의 감소에 대한 긍정적인 정보효과로 인해 기업가치가 상대적으로 높게 나타날 것으로 예측된다. 즉, NonBig5 회계법인에 비해 Big5 회계법인이 감사한 기업의 경우 주식시장에서 상대적으로 우호적인 평가를 받을 것으로 예측된다. 이상의 논의를 바탕으로 다음의 연구가설을 설정하였다.

연구가설 1: 감사인의 규모가 클수록 기업가치는 높아진다.

한편 감사에 투입되는 시간이 증가할수록 해당 기업에 대한 전반적인 이해수준과 내부통제제도에 대한 확신의 수준이 높아지게 되고, 각 계정과목에 보다 엄격한 감사가 진행될 수 있으므로 감사품질 또한 향상될 것으로 예상된다. 이와 관련하여 최관과 백원선(1998)은 Big6 감사인이 NonBig6 감사인보다 많은 감사시간을 투입하는데 이는 Big6 감사인이 보다 높은 질의 감사서비스를 제공하기 때문이라고 주장하였다.

따라서 감사에 투입되는 시간이 증가할수록 경영자의 재량적 행동에 대한 효율적인 감시 및 통제기능으로 인해 주식시장에서 회계정보의 신뢰성 향상과 대리인비용의 감소에 영향을 미치게 되며, 이러한 긍정적인 정보효과는 결국 기업가치의 증가로 나타날 것이다. 이상의 논의를 바탕으로 다음의 연구가설을 설정하였다.

연구가설 2: 감사투입시간이 증가할수록 기업가치는 높아진다.

마지막으로 감사인이 피감사기업으로부터 받는 보수가 감사인의 품질에 미치는 영향을 살펴본 선행연구들은 일반적으로 감사보수를 감사품질 우위에 대한 대가로 인식하여 감사품질이 높을수록 더 높은 감사보수를 받게 된다는 사실을 보여주고 있다.²⁾ 이와 관련하여 감사품질의 우위로 인해 감사

2) 특정고객에 대한 경제적 의존도가 클수록 해당 고객에 대한 감사인의 독립성이 저하될 수 있음을 보여 주는 연구결과도 일부 있다(Lys and Watts 1994). 그러나 대부분의 연구결과들은 감사품질이 높은 것으로 나타나는 대형회계법인의 감사보수가 유의적으로 크다는 결과를 보고하고 있으므로, 감사인의 규모 및 감사보수관련 선행연구들을 종합적으로 고려할 때 더 높은 감사보수를 받는 것은 감사품질의 우위로 인한 것으로 유추할 수 있다.

품질이 높을수록 감사보수가 증가한다는 것을 보여준 연구로는 Palmrose(1986), Francis and Stokes(1986), Copley(1994, 1995), 이상수(1999), 최관과 이화진(2000), 권수영과 김문철(2001) 등이 있다.

먼저 외국의 경우 Palmrose(1986)는 품질이 차별화된 서비스시장에서 서비스를 측정하기 힘들 때 시장참가자들은 품질 대리변수를 고안하여 사용하려는 인센티브를 가진다고 보고 감사인의 크기와 감사보수 사이의 연관성을 조사하였다. 이 연구에서 Big8이 NonBig8에 비하여 높은 감사보수를 받는 것으로 조사되어 감사보수 차이는 감사품질의 차이에 기인한다는 사실을 보여주었다.

Francis and Stokes(1986)는 Big8이 지니는 규모의 경제를 통제하고 품질의 차별화에 따른 감사보수의 차별화를 조사하기 위하여 피감사기업의 크기를 두 종류로 나누어 조사하였다. 크기가 작은 피감사기업을 대상으로 하는 감사시장은 경쟁이 심하고, Big8이 규모의 경제를 누릴 수 없다고 보았기 때문이다. 회귀분석 결과 피감사기업의 크기가 작은 경우에 유의한 감사보수차이를 얻었는데 이것은 감사품질의 차별화에 따른 감사보수차별화를 지지하는 것으로 볼 수 있다. 또한 Copley(1994, 1995)도 요소분석을 통해 감사품질 대용치를 측정하여 감사보수가 감사품질과 양(+)의 관계에 있다는 사실을 직접적으로 보여줌으로써 감사보수가 감사품을 반영하고 있다고 주장하였다.

한편 국내의 경우에도 이상수(1999)는 감사인의 감사품질이 서로 다를 때 감사품질에 따라 차별적 보수를 받을 수 있는 균형을 분석하였다. 감사인의 보수가 동일한 경우에는 분리균형이 존재하지 않지만 감사인의 보수차이를 허용하는 경우에는 감사품질이 높은 감사인이 감사품질이 낮은 감사인

보다 더 많은 보수를 받는 분리균형이 존재하는 것으로 나타났다. 또한 최관과 이화진(2000)은 감사보수자유화 이후인 1999년도를 분석한 결과 감사품질이 높을 것으로 기대되는 Big5 회계법인의 감사보수가 NonBig5 회계법인보다 유의하게 큰 것으로 나타났으며, 권수영과 김문철(2001) 역시 Big5 회계법인의 감사보수가 NonBig5 회계법인보다 높다는 것을 제시함으로써 간접적으로 감사품질이 높을수록 감사보수가 증가한다는 사실을 보여주었다.

따라서 감사보수가 감사품질 우위에 대한 대가로써 감사품질이 높을수록 더 높은 감사보수를 받게 된다는 선행연구결과에 기초할 때, 감사보수가 증가할수록 감사품질이 향상되고 이는 주식시장에서 회계정보의 신뢰성 향상 및 대리인비용의 감소로 연결되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측된다. 이상의 논의를 바탕으로 다음의 연구가설을 설정하였다.

연구가설3: 감사보수가 증가할수록 기업가치는 높아진다.

III. 표본 및 연구방법

3.1 표본선정 및 자료수집

본 연구의 분석대상기간은 감사품질관련 자료가 본격적으로 공시되기 시작한 1999년부터 2003년까지이다. 표본은 금융업종에 속하지 않은 한국증권거래소 상장기업으로 관리종목에 해당되지 않으며 회계자료, 감사서비스 관련자료 및 지분율자료

를 입수할 수 있는 기업으로 한정하였다. 마지막으로 연구모형에 사용된 변수별로 상하1%에 포함되는 극단치를 제외하였다. 이에 따라 선정된 최종표본은 총 2,013개(기업-년)이다.

금융업종, 관리종목 및 극단치에 해당하는 기업을 표본에서 제외시킨 이유는 표본기업의 동질성을 유지하고 정상적인 환경 하에서 경영이 이뤄진 기업만을 포함시키기 위해서이다. 한편 본 연구를 수행하기 위한 재무자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-FAS 데이터베이스에서, 지분율자료와 감사품질 관련자료는 한국상장회사협의회 TS2000 데이터베이스와 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 각각 입수하였다.

3.2 연구방법 및 변수정의

3.2.1 연구모형

연구가설을 검증하기 위하여 종속변수인 기업가치 및 독립변수인 감사품질 관련변수를 토대로 다음과 같은 회귀모형을 설정하였다. 통제변수로는 기업가치에 영향을 미칠 것으로 판단되는 내부자지분율, 기관투자자지분율, 외국인지분율, 감사인교체유무, 부채비율, 자산규모, 영업이익률, 연구개발비율, 비기대이익 및 MTB비율이 사용되었다.

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{AUD}_t + \beta_2 \text{OWN}_t \\
 & + \beta_3 \text{OWN}^2_t + \beta_4 \text{INST}_t \\
 & + \beta_5 \text{FORN}_t + \beta_6 \text{ExAUD}_t \\
 & + \beta_7 \text{LEVER}_t + \beta_8 \text{SIZE}_t \\
 & + \beta_9 \text{OROA}_t + \beta_{10} \text{R\&D}_t \\
 & + \beta_{11} \text{UE}_t + \beta_{12} \text{MTB}_t \\
 & + \sum_k \beta_k \text{YR}_{kt} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

Tobin's Q: 기업가치의 대용변수(proxy variable)

AUD: 감사품질 관련변수(SizeAUD, TimeAUD, FeeAUD),

SizeAUD: 감사인규모변수(Big5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우에는 1, NonBig5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우에는 0의 값을 갖는 더미변수),

TimeAUD: 감사투입시간변수(총감사소요시간/총자산),

FeeAUD: 감사보수변수(감사서비스보수/총자산),

OWN: 내부자지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율),

OWN²: (내부자지분율)²,

INST: 기관투자자지분율(사업보고서상 은행·보험·증권회사 등 금융기관 보유지분율)

FORN: 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분율),

ExAUD: 감사인교체유무(당기에 감사받은 감사인이 전기와 다른 경우에는 1, 동일 한 경우에는 0의 값을 갖는 더미변수),

LEVER: 부채비율(총부채/자기자본),

SIZE: 기업규모(ln총자산),

OROA: 영업이익률(영업이익/총자산),

R&D: 연구개발비율(연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액의 합/총자산),

UE: 비기대이익((당기순이익-전기순이익)/총자산),

MTB: 시가대 장부가치비율(market to book ratio),

YR: 연도더미(관측치가 연도 k에 속하면 1, 그렇지 않으면 0).

연구가설의 예측대로 감사품질이 높을수록 기업가치가 높아진다면, 연구모형에서 감사품질에 대한 대용치(AUD)의 회귀계수는 모두 유의한 양(+의 값을 가질 것으로 예측된다($\beta_1 > 0$)).

3.2.2 종속변수의 측정

Tobin's Q 비율은 계산에 필요한 자료를 입수하

기 어려울 뿐만 아니라 자산 또는 자기자본의 대체원가 등을 추정하는 과정에서 오차가 발생할 가능성이 높다는 단점이 있다. 그럼에도 불구하고 지배구조나 경영상태에 따른 기업가치를 대변하는 변수으로써 그 유용성이 이미 확인되어 선행연구에서 일반적으로 사용되고 있다. 따라서 본 논문에서도 기업가치의 대용변수(proxy variable)로 Tobin's Q 비율을 사용하였다.³⁾

구체적으로 Tobin's Q에서 분자는 보통주의 시장가치와 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액을 합한 값이다. 보통주의 시장가치는 상장주식수에 주가⁴⁾를 곱하여 계산하였으며, 우선주의 경우 보통주에 비해 발행규모가 작고 유동성이 적으며 시장가격이 비효율적으로 형성되었을 가능성이 높기 때문에 장부가치로 계산하였다. 부채의 추정 시장가치는 실질적으로 시장가치와 장부가치의 차이가 크지 않으므로 부채의 장부가치를 그대로 사용하였다. 마지막으로 Tobin's Q에서 분모는 자산의 대체원가인데 추정의 어려움으로 인해 자산의 장부가액을 사용하였다. 따라서 본 연구에서 사용된 Tobin's Q 비율을 구하는 식은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \bullet \text{ Tobin's Q} &= [(보통주주식수 \times \text{보통주종가}) \\ &+ (\text{우선주주식수} \times \text{액면가액}) \\ &+ \text{부채 장부가액}] / \text{총자산 장부가액} \end{aligned}$$

선행연구에 따르면 Tobin's Q 비율은 기업이 보유한 자산의 대체원가에 대해 시장에서 실질적으로 평가받고 있는 상대적 가치를 보여주는 측정치이다. 따라서 기업이 자산의 효율적 활용을 통한 양의 순실현가치를 갖는 투자기회를 보유하거나, 미래성장성이 높은 연구 기술개발 투자를 한 경우, 또는 브랜드 및 기술력 등의 무형자산을 많이 가지고 있는 경우 기업의 시장가치가 자산의 대체원가에 비하여 높게 나타나게 되어 Tobin's Q 비율은 높게 나타나게 된다(신현한 등 2004).

이런 관점에서 볼 때, 감사품질이 높을수록 주식 시장에서 기업의 회계정보에 대한 신뢰성이 향상되고 동시에 경영자에 대한 효율적인 감시기능으로 인해 대리인비용이 감소하게 되므로 기업의 시장가치가 보유한 자산의 대체원가에 비해 상대적으로 높게 나타날 것으로 예측된다. 따라서 감사품질이 높을수록 Tobin's Q 비율 역시 높게 나타날 것으로 예측된다.

3.2.3 독립변수의 측정

본 연구의 주된 관심사항인 감사품질 관련변수로는 앞서 설명한 바와 같이 선행연구에 따라 감사인인규모, 감사투입시간 그리고 감사보수를 사용하였다. 먼저 감사인규모변수(SizeAUD)는 더미변수로서 피감사기업이 Big5 회계법인으로부터 감사를 받았는지, 아니면 NonBig5 회계법인으로부터

3) 본 연구에서 사용된 Tobin's Q는 Chung and Pruitt(1994)에서 사용된 Tobin's Q와 유사하다. Chung and Pruitt(1994)의 연구에 따르면 자산의 시장가치와 장부가치를 이용한 간접한 방법으로 추정된 Tobin's Q가 이론적으로 정확하게 계산된 Lindenbergh and Ross(1981)의 Tobin's Q를 98.4% 이상 설명하며, 두 방식간 오차가 평균 0.05%에 불과하다고 보고하였다. 따라서 개별기업의 Tobin's Q를 보다 정확하게 측정하기 위해서는 자산의 시장가치와 대체가치를 측정하는 것이 필요하지만 본 연구에서는 시장가치와 장부가치를 이용한 간접한 방법으로 추정된 Tobin's Q를 사용하였으며, 이는 박기성(2002)과 김병호(2002) 및 신현한 등(2004)의 연구에서 사용한 방법과도 동일하다.

4) 현행 상법 및 주식회사의외부감사에관한법률에 따라 기업의 결산일이 12월말인 경우 대부분의 결산공고가 익년도 3월말까지 이루어진다는 사실을 감안하여 기업가치 대용치에 사용되는 주가는 익년도 3월말 종가를 사용하였다.

감사를 받았는지로 구분된다.⁵⁾ 감사투입시간변수(TimeAUD)는 감사서비스와 관련하여 감사인이 사용한 총소요시간을 자산총액으로 나누어 측정한 값을 사용하였다. 마지막으로 감사보수변수(FeeAUD)는 감사인이 피감사기업으로부터 받은 감사서비스 보수를 자산총액으로 나누어 측정한 값을 사용하였다.

한편 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 통제변수로는 선행연구(김병호 2002; 박기성 2002; 박현준 등 2004; 신현한 등 2004)를 바탕으로 내부자지분율, 기관투자자지분율, 외국인지분율, 감사인교체유무, 부채비율, 자산규모, 영업이익률, 연구개발비율, 비기대이익 및 MTB비율을 사용하였으며 추가적으로 연도별 효과를 통제하기 위해 연도더미를 사용하였다.

먼저 내부자지분율(OWN)은 상장기업이 증권거래법에 의해서 제출하는 사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율⁶⁾을 합한 비율을 말한다. 내부자지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 선행연구들은 일치된 결과를 보여주지 못하고 있다. 즉, 경영자의 지분이 증가함에 따라 경영자가 기업가치 극대화보다 자신의 사적이익을 위해 행동하게 되어 기업의 가치가 하락하게 된다는 경영자 사적이익가설(Morck et al. 1988; 김태근과 박성태 2002)과 경영자의 지분율이 높을수록 경영자의 이해관계와 주주의 이해관계가 일치되어 대리인 비용이 감소하게 되고 이에 따라 기업가치가 증가하게 된다는 경영자 이익일치가설(Kim, Lee and Francis 1988; Oswald and Jahera

1991)이 혼재되어 있다. 이외에도 경영자의 지분 소유정도에 따라 기업가치에 미치는 영향이 상이하다는 결과를 보여주는 연구들이 있다. 즉 내부지분율이 일정 수준에 도달할 때까지는 경영자의 의사결정권이 강화되어 자신의 사적이익을 도모할 가능성이 많아지게 됨에 따라 기업가치가 하락하지만, 내부지분율이 일정 수준을 넘어서면 경영자와 일반 주주의 이해가 일치하게 되어 기업가치가 다시 증가하게 된다는 것이다(Morck et al. 1988; 김주현 1992; 김우택 등 1993; 김영숙과 이재춘 2000; 박기성 2002). 이에 따라 본 연구에서는 내부자지분율(OWN)과 함께 내부자지분율의 자승값(OWN²)을 통제변수로 포함시켰다.

기관투자자지분율(INST)은 사업보고서상의 은행, 보험회사, 증권회사 등 금융기관 보유지분을 합한 비율을 말한다. 기관투자자가 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석한 선행연구도 역시 일치된 결과를 보여주지 못하고 있다. 먼저 일시적 투자자 가설(transient investor hypothesis)에 따르면 기관투자자는 기업 경영에 영향을 미치지 못하거나 단기간의 성과에 의해 보상을 받기 때문에 위험 최소화와 단기수익률 극대화에만 관심을 가지게 되고 이에 따라 기업가치는 증가되지 않는다는 것이다(Chaganti and Damanpour 1991; Lowenstein 1991). 반면 효율적 감시가설(efficient monitoring hypothesis)에 따르면 기관투자자들이 개인투자자들보다 전문화된 지식을 통해 상대적으로 낮은 비용으로 경영자에 대한 감시역할을 수행할 수 있으며, 쉽게 매각할 수 없을 만큼 보유

5) 본 연구에서 사용한 Big5 회계법인인 미국의 대형회계법인과 업무를 제휴한 삼일회계법인(Pricewaterhouse Coopers), 안진회계법인(Deloitte and Touche), 삼정회계법인(KPMG), 영화회계법인(Ernst & Young), 안건회계법인(Deloitte and Touche)을 말한다. 연구기간중 2000년 이전은 삼일회계법인, 안진회계법인, 산동회계법인, 영화회계법인, 안건회계법인, 세동회계법인을 Big5 회계법인으로 구분하였다.

6) 특수관계인의 지분율에는 사실상의 지배관계에 있는 계열기업과 관계법인 등의 지분이 포함되어 있다.

주식의 규모가 크기 때문에 경영효율성에 상대적으로 높은 관심과 이해를 가지게 된다고 주장한다. 따라서 효율적 감사가설에서는 기관투자자지분율이 증가할수록 기업가치는 증가하게 된다(Shleifer and Vishny 1986; McConnell and Servaes 1990; Pound 1992; Rajgopal and Venkatachalam 1998; 김영숙과 이재춘 2000; 강준구와 백재승 2001).

외국인지분율(FORN)은 사업보고서상 외국인이 보유한 지분을 말한다. 지금까지 외국인지분율과 기업가치 사이의 관계를 직접적으로 살펴본 연구는 Khanna and Palepu(1999), Park(2001)와 박헌준 등(2004) 등이 있다. Khanna and Palepu(1999)는 인도기업을 대상으로 외국인 기관투자자지분율과 기업가치 사이에 양(+)의 관계가 있음을 실증적으로 보여 주었으며, Park(2001)은 일본기업을 대상으로 외국인지분율과 기업가치 사이에 역 U자형 관계가 있음을 보여주었다. 박헌준 등(2004)은 국내기업을 대상으로 외국인지분율과 Tobin's Q로 측정되는 기업가치 사이에 양(+)의 관계가 있음을 직접적으로 검증하였다. 이처럼 외국인지분율이 증가할수록 경영자에 대한 효율적인 감시활동과 견제기능으로 인해 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단되므로 외국인지분율과 기업가치 사이에는 양(+)의 관계가 나타날 것으로 예측된다.

한편 감사인교체유무(ExAUD)는 당기에 감사받은 감사인이 전기와 다른 경우에는 1, 동일한 경우에는 0의 값을 갖는 더미변수이다. 감사인의 교체가 감사품질에 미치는 영향은 다음과 같은 상반된 결과로 나타나고 있다. 먼저 계속감사기간이 길수록 피감사기업에 대한 내부통제제도 등 경영활동에 대한 이해가 높아져 엄정한 감사가 진행될

수 있으므로 감사품질이 향상 될 수 있다는 연구들이 있다(Pierre and Anderson 1984; Stice 1991; Lys and Watts 1994; Geiger and Raghunandan 2002; Myers et al. 2002). 반면 계속감사기간이 길어질수록 피감사기업과 감사인의 유대관계가 깊어져 감사인이 독립성을 상실하고 공정한 감사의견을 발표할 가능성이 낮아짐에 따라 감사품질이 저하될 수 있다는 연구결과들이 존재한다(Shockley 1981; Deis and Giroux 1992; Davis et al. 2002). 이처럼 감사인의 교체가 감사품질에 미치는 영향이 일관되지 않으므로 두 가지 결과에 따른 상쇄효과로 인해 기업가치와의 관계를 유추하기 어렵다. 그러나 감사인 교체가 긍정적 또는 부정적으로 기업가치에 영향을 미칠 수 있으므로 본 연구에서는 통제변수로 추가하였다.

부채비율(LEVER)은 기업의 총부채를 자기자본으로 나눈 값으로 측정하였으며, 부채비율이 기업가치에 미치는 영향도 크게 두 가지로 구분할 수 있다. 먼저 타인비용을 사용하는 경우 법인세절감 효과로 가중평균자본비용이 낮아지고 경영자들이 부채비율을 통해 낙관적인 정보를 전달할 수 있게 된다(MM 1963; Ross 1977; Jensen 1986). 반면 부채비율이 높을수록 채권자가 지급불능에 대비하여 엄격한 부채약정을 체결하고 동시에 경영활동을 과도하게 제한하여 효율적인 투자기회를 상실하게 되는 등의 대리인비용을 발생시킬 수 있으며, 경영자로 하여금 보고이익을 증가시키려는 이익조정 유인을 증가시켜 회계정보의 신뢰성을 하락시킬 수 있다(Myers 1984, 1997; Myers and Majluf 1984; DeFond and Jiambalvo 1994). 따라서 부채비율이 높을수록 기업의 대리인비용 증가와 이익조정 유인으로 인해 시장에서

는 낮은 평가를 받을 수 있기 때문에 부채비율과 기업가치 사이에는 음(-)의 관계가 존재할 것으로 예측된다.

기업규모(SIZE)는 자산총액, 매출액, 종업원수 및 기업의 시장가치 등 다양한 방법으로 측정되고 있으나, 본 연구에서는 많은 선행연구처럼 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정하였다. 기업규모가 기업가치에 미치는 영향도 크게 두 가지로 설명할 수 있다. 먼저 기업규모가 크면 클수록 자본금 규모가 크게 되므로 기업내의 일정지분을 획득하기가 어려워지며, 이로 인해 소유지분이 분산되어 기업성과는 낮아질 수 있다(Demsetz and Lehn 1985). 반면 기업규모가 클수록 규모의 경제효과를 누릴 수 있고 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 무형자산의 크기가 상대적으로 커지므로 기업규모는 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측된다. 또한 선행연구에 따르면 기업규모와 주식수익률 사이에는 음(-)의 관계를 보이고 있는데, 주식수익률이 기업가치 평가시 적용되는 할인율이므로 할인율이 낮아질수록 기업가치는 증가하게 된다. 따라서 기업규모와 기업가치 사이에는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측할 수 있다(Fama and French 1992; 김병호 1996, 1999; 김석진과 김지영 2000).

영업이익률(OROA)은 영업이익을 자산총계로 나눈 값으로 측정하였으며, 수익성이 낮은 기업은 수익성이 높은 기업에 비해 시장에서 할인되어 거래되는 경향이 있으므로 영업이익율은 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측된다(신현한 등 2004).

또한 연구개발비비율(R&D)은 손익계산서에 계상된 연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액을 자산총계로 나눈 값으로 측정하였다. 연구개발비는

미래성장기회를 대변하고 기업가치를 나타내는 Tobin's Q 자체도 이러한 미래성장기회를 반영하여 결정되므로 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측된다(McConnell and Servaes 1990; 김병호 2002).

비기대이익(UE)은 미래초과이익의 대응치로서 당기순이익에서 전기순이익을 차감하고 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다(최성규 2001). Tobin's Q 비율은 기본적으로 회계변수와 기업가치 사이의 관계를 살펴본 Ohlson 모형과 개념적으로 유사한데, Ohlson 모형에서 사용된 핵심변수가 초과이익계수이므로 이를 반영하기 위해 미래초과이익의 대응치를 통제변수로 추가하였다.

이 밖에 기업의 성장성을 나타내는 Tobin's Q 비율에 영향을 미칠 수 있는 잠재적인 누락변수문제(omitted variable problem)를 완화하기 위해 미래성장성을 나타내는 변수인 MTB비율(market to book ratio)을 모형에 추가하였다. 마지막으로 연도별 효과를 통제하기 위한 연도더미(YR)는 관측치가 연도 k에 속하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 부여하였다.

IV. 실증분석

4.1 기술통계량 및 상관관계 분석

본 연구모형에서 사용된 변수들에 대한 기술적 통계치를 <표 1>에 제시하였다. 먼저 기업가치의 대응변수인 Tobin's Q의 평균값(중위수)은 0.852(0.786)이다. Tobin's Q의 평균값이 1보다 작다는 것은 기업의 시장가치가 자산의 대체원가 즉,

〈표 1〉 주요변수들의 기술적 통계치

변수명	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
<i>Tobin's Q</i>	0.852	0.786	0.347	0.212	3.514
<i>OWN</i>	0.379	0.368	0.173	0.000	0.964
<i>INST</i>	0.083	0.039	0.119	0.000	0.911
<i>FORN</i>	0.075	0.009	0.135	0.000	0.924
<i>ExAUD</i>	0.146	0.000	0.353	0.000	1.000
<i>LEVER</i>	1.759	1.014	3.368	0.065	49.219
<i>SIZE</i>	19.331	19.084	1.468	15.808	24.890
<i>OROA</i>	0.053	0.053	0.070	- 0.527	0.550
<i>R&D</i>	0.005	0.000	0.014	0.000	0.220
<i>UE</i>	0.011	0.004	0.166	- 1.455	1.253
<i>MTB</i>	0.765	0.487	0.320	0.063	4.890
<i>SizeAUD</i>	0.691	1.000	0.462	0.000	1.000
<i>FeeAUD</i>	0.035	0.025	0.033	0.000	0.369
<i>TimeAUD</i>	0.037	0.022	0.047	0.000	0.583
감사서비스보수 (단위:천원)	81,663	51,270	104,659	13,649	1,713,636
감사투입시간 (단위:시간)	956	593	1,545	132	27,500

(주1) *Tobin's Q*는 기업가치의 대용변수, *SizeAUD*는 Big5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 1, NonBig5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 0인 더미변수, *TimeAUD*는 총감사소요시간을 총자산으로 나눈 값, *FeeAUD*는 감사서비스보수를 총자산으로 나눈 값, *OWN*는 사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율, *INSTI*는 사업보고서상 은행·보험·증권회사 등 금융기관이 보유한 지분율, *FORN*는 사업보고서상 외국인이 보유한 지분율, *ExAUD*는 당기에 감사받은 감사인이 전기와 다른 경우 1, 동일한 경우 0인 더미변수, *LEVER*는 총부채를 자기자본으로 나눈 값, *SIZE*는 총자산에 자연로그를 취한 값, *OROA*은 영업이익을 총자산으로 나눈 값, *R&D*는 손익계산서상 연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액의 합을 총자산으로 나눈 값, *UE*는 당기순이익에서 전기순이익을 차감한 값을 총자산으로 나눈 값, *MTB*는 시가대 장부가치비율(*market to book ratio*).

기업의 장부가치보다 작다는 사실을 보여주는 것으로 선행연구의 기술적 통계치와 크게 다르지 않다.

통제변수 중 내부자지분율의 평균값(중위수)은 37.9%(36.8%)로 기관투자자지분율이나 외국인 지분율에 비해 상당히 높은 수준이다. 또한 기관투자자지분율과 외국인지분율의 평균값(중위수)은 각

각 8.3%(3.9%)와 7.5%(0.9%)로 평균값과 중위수가 큰 차이를 보이고 있는데, 이는 기관투자자들과 외국인들이 특정기업에 집중적으로 투자를 하고 있기 때문으로 판단된다.

또한 감사인 교체더미의 평균값은 0.146으로 전체기업의 약 14.6%가 감사인이 교체되어 전기와

다른 감사인으로부터 감사를 받은 것으로 나타났다. 감사인 교체기업이 상대적으로 낮은 이유는 상장기업의 감사계약기간이 3년으로 의무화 되어 있으며, 국내의 감사환경을 고려할 때 감사계약기간 종료 후에도 기업입장에서 감사인을 교체하는 것이 쉽지 않기 때문으로 해석된다.

한편 본 연구의 중요한 독립변수인 감사인규모변수의 평균값은 0.691이다. 이는 국내기업 중 약 70%가 Big5 회계법인으로부터 감사를 받고 있음을 의미하며, 이를 통해 Big5 회계법인이 국내 감사시장을 상당부분 독점하고 있음을 알 수 있다.

또한 감사서비스보수의 평균값(중위수)은 81,663천원(51,270천원)이며 최대값은 1,713,636천원, 최소값은 13,649천원으로 기업에 따라 감사서비스보수가 큰 차이를 보이고 있다. 그러나 전반적으로 자산대비 감사보수금액은 크지 않은 것으로 판단된다. 마지막으로 감사서비스관련 총소요시간의 평균값(중위수)은 956시간(593시간)으로 나타났으며 감사서비스보수와 마찬가지로 기업별로 큰 차이를 보이고 있다.

〈표 2〉는 주요 변수간 Pearson 상관관계를 보여주고 있다.⁷⁾ 연구가설과 같이 감사인규모변수

〈표 2〉 주요변수간 상관관계

변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1)Tobin'Q	1.000												
(2)SizeAUD	0.068***	1.000											
(3)FeeAUD	0.110***	0.144***	1.000										
(4)TimeAUD	0.148***	0.049*	0.852***	1.000									
(5)OWN	-0.233***	0.027	-0.078***	-0.083**	1.000								
(6)INST	0.047**	0.098***	0.220**	0.169	-0.029	1.000							
(7)FORN	0.279***	0.173***	0.261	0.174***	-0.030	0.100***	1.000						
(8)ExAUD	0.010	-0.056**	0.001	-0.011	0.030	0.031	-0.055**	1.000					
(9)LEVER	-0.166***	-0.004	0.026	0.052*	-0.142***	0.053**	-0.098***	0.050**	1.000				
(10)SIZE	0.046**	0.268***	0.727***	0.524***	-0.009	0.306***	0.440***	-0.043*	0.022	1.000			
(11)OROA	0.051**	0.106***	-0.334	-0.282***	0.095***	0.123***	0.242***	-0.041*	-0.106***	0.161***	1.000		
(12)R&D	0.215***	0.025	-0.006	0.050*	-0.133***	0.013	0.021	-0.017**	0.007	0.056**	-0.029	1.000	
(13)UE	0.089***	0.009	0.016	0.008	-0.044**	0.113***	-0.009	0.044**	0.100***	-0.003	0.090***	-0.029	1.000
(14)MTB	0.732***	-0.019	0.248***	0.172***	-0.161***	0.015	0.152***	0.016	0.315***	-0.077***	-0.078***	0.135***	0.063***

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정)임을 나타냄.

(주2) 변수의 정의 및 측정: 〈표 1〉 참조.

7) 일반적으로 VIF(Variation Inflation Factor)가 10보다 크거나, 상태지수(Condition Number)가 30보다 큰 경우 설명변수 사이에 강한 선형종속관계가 존재한다고 본다. 본 연구의 경우 주요 독립변수들의 VIF는 모두 1~4 사이의 값을, 상태지수는 모두 10 이하의 값을 보이므로 다중공선성(Multicollinearity) 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다.

(SizeAUD), 감사보수변수(FeeAUD) 및 감사투입시간변수(TimeAUD)는 모두 기업가치(Tobin's Q)와 유의한 양(+의 상관관계)을 가지는 것으로 나타나 감사품질이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 또한 예측한 바와 같이 통제변수 중 INST, FORN, SIZE, OROA, R&D, UE, MTB는 기업가치와 유의한 양(+의 상관관계), OWN와 LEVER는 유의한 음(-)의 상관관계를 보여주고 있다. 반면 감사인교체변수

(ExAUD)는 기업가치와 유의하지 않은 양(+의 상관관계)로 나타났다.

4.2 감사품질과 기업가치

4.2.1 감사인 규모와 기업가치

〈표 3〉에는 감사품질 대용치로서 선행연구에서 가장 널리 사용되고 있는 감사인의 규모가 기업가치

〈표 3〉 감사인규모와 기업가치간의 회귀분석 결과

$$Tobin's Q = \beta_0 + \beta_1 SizeAUD_t + \beta_2 OWN_t + \beta_3 OWN^2_t + \beta_4 INST_t + \beta_5 FORN_t + \beta_6 ExAUD_t + \beta_7 LEVER_t + \beta_8 SIZE_t + \beta_9 OROA_t + \beta_{10} R\&D_t + \beta_{11} UE_t + \beta_{12} MTB_t + \sum_k \beta_k YR_{kt} + \varepsilon_t$$

변수	모형(1)	모형(2)	모형(3)
SizeAUD	0.035(3.161)***	0.033(3.010)***	0.033(3.024)***
OWN		-0.478(-4.365)***	-0.479(-4.373)***
OWN ²		0.327(2.560)**	0.328(2.565)**
INST		0.055(1.254)	0.054(1.236)
FORN		0.376(8.802)***	0.377(8.802)***
ExAUD			0.005(0.353)
LEVER	-0.007(-4.291)***	-0.006(-3.552)***	-0.006(-3.563)***
SIZE	0.017(4.650)***	-0.001(-0.318)	-0.001(-0.308)***
OROA	0.437(5.964)***	0.363(4.955)***	0.364(4.964)***
R&D	2.945(7.995)***	2.771(7.714)***	2.771(7.714)***
UE	0.094(3.083)***	0.085(2.858)***	0.084(2.847)***
MTB	0.242(47.306)***	0.224(43.211)***	0.224(43.200)***
YR	포함	포함	포함
Adjusted R ²	0.591	0.617	0.617
F-statistic	265.3***	217.5***	203.8***

(주1) ()안의 값은 t값이며 ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

(주2) 절편과 연도별 더미변수에 대한 회귀계수는 편의상 생략함.

(주3) 변수의 정의 및 측정:

SizeAUD: 피감사기업이 Big5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 1, NonBig5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 0의 값을 갖는 더미변수.

나머지 변수는 〈표 1〉 참조.

에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과를 제시하였다. 앞서 설명한 바와 같이 감사인의 규모변수는 피감사기업이 Big5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우에는 1, NonBig5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우에는 0의 값을 부여하는 더미변수(SizeAUD)를 사용하였다.

분석결과 모형(1), (2), (3)에서 감사인규모변수(SizeAUD)의 회귀계수는 각각 0.035, 0.033 및 0.033으로 기업가치(Tobin's Q)와 모두 유의한 양(+)의 관계를 보여주고 있다. 즉 감사품질이 높을 것으로 기대되는 Big5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다. 이는 감사품질이 높은 감사인(Big5 회계법인)은 그렇지 않은 경우(NonBig5 회계법인)보다 경영자에 대한 감시와 통제기능을 효과적으로 수행할 가능성이 크며, 이에 따라 실질적인 대리인비용의 감소와 함께 회계정보의 신뢰성이 높다는 긍정적인 신호효과(signal effect)를 주식시장에 전달할 수 있어 기업가치가 높게 나타나는 것으로 해석할 수 있다.

한편 내부지분율은 선행연구와 같이 기업가치와 비선형관계 즉, 내부지분율이 일정 수준에 도달할 때까지는 기업가치가 하락하지만 일정 수준을 넘어서면 기업가치가 다시 증가하는 것으로 나타났으며, 외국인지분율도 예측한 바와 같이 경영자에 대한 긍정적 감시기능 등으로 인해 기업가치와 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 부채비율은 기업가치와 유의한 음(-)의 관계로 나타났으며 영업이익율, 연구개발비비율, 비기대이익 및

MTB비율도 예측한 바와 같이 기업가치와 유의한 양(+)의 관계를 보여주고 있다. 반면 기관투자자 지분율과 감사인교체유무는 기업가치와 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다. 이러한 통제변수들과 기업가치와의 관계는 이후 분석에서도 대부분 동일하게 나타나고 있다.

4.2.2 감사투입시간과 기업가치

〈표 4〉는 감사품질 대용치로 감사인이 감사에 투입한 시간을 사용하는 경우 감사투입시간이 기업가치에 미치는 영향을 보여주고 있다. 감사투입시간에 대한 측정치는 감사서비스와 관련하여 감사인이 사용한 총소요시간을 자산총액으로 나누어 측정된 값(TimeAUD)을 사용하였다.⁸⁾

분석결과 모형(1), (2), (3)에서 감사투입시간변수(TimeAUD)의 회귀계수는 각각 0.099, 0.094 및 0.094로 모두 기업가치(Tobin's Q)와 유의한 양(+)의 관계를 보여 감사투입시간이 증가할수록 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다. 즉, 외부감사인 입장에서 볼 때 감사에 투입하는 시간이 증가할수록 해당 기업에 대한 전반적인 이해수준과 내부통제제도에 대한 확신의 수준을 높일 수 있으며, 이에 따라 각 계정과목에 보다 엄격한 감사를 진행할 수 있으므로 감사품질은 높아지게 된다. 따라서 감사에 투입하는 시간이 증가할수록 감사품질이 높아지고 이는 주식시장에서 회계정보의 신뢰성 향상과 대리인비용의 감소에 긍정적인 영향을

8) 〈표 4〉에서는 전체표본 중 감사용역관련 총소요시간을 공시한 1,205개(2000년~2003년) 표본만을 대상으로 분석하였다.(1999년 자료는 모두 일수로 공시되어 있어 제외하였으나, 공시된 자료를 이용하여 시간단위로 변경하여 적용한 경우에도 분석결과는 기본적으로 달라지지 않았다.) 또한 총자산 대신 매출액을 기준으로 감사투입시간 비율을 구한 경우에도 분석결과는 기본적으로 달라지지 않았다. 한편 2002년 사업보고서에 나타난 2001년 및 2002년 감사용역관련 총소요시간 공시자료가 2003년 사업보고서에 나타난 2001년 및 2002년 총소요시간 공시자료와 상이한 경우가 있었다. 이러한 경우에는 가장 최근 사업보고서를 기준으로 총소요시간을 계산하였다.

〈표 4〉 감사투입시간과 기업가치간의 회귀분석 결과

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{TimeAUD}_t + \beta_2 \text{OWN}_t + \beta_3 \text{OWN}^2_t + \beta_4 \text{INST}_t + \beta_5 \text{FORN}_t + \beta_6 \text{ExAUD}_t + \beta_7 \text{LEVER}_t + \beta_8 \text{SIZE}_t + \beta_9 \text{OROA}_t + \beta_{10} \text{R\&D}_t + \beta_{11} \text{UE}_t + \beta_{12} \text{MTB}_t + \sum_k \beta_k \text{YR}_{kt} + \varepsilon_t$$

변수	모형(1)	모형(2)	모형(3)
<i>TimeAUD</i>	0.099(8.214)***	0.094(7.834)***	0.094(7.842)***
<i>OWN</i>		-0.391(-3.550)***	-0.391(-3.558)***
<i>OWN</i> ²		0.309(2.516)**	0.308(2.513)**
<i>INST</i>		0.007(0.139)	0.005(0.096)
<i>FORN</i>		0.099(2.490)**	0.098(2.479)**
<i>ExAUD</i>			0.016(1.090)
<i>LEVER</i>	-0.011(-5.432)***	-0.011(-5.293)***	-0.011(-5.282)***
<i>SIZE</i>	0.044(11.015)***	0.037(8.082)***	0.037(8.102)***
<i>OROA</i>	0.636(8.223)***	0.615(7.820)***	0.617(7.838)***
<i>R&D</i>	1.593(4.891)***	1.478(4.544)***	1.475(4.534)***
<i>UE</i>	0.012(0.276)	0.006(0.146)	0.004(0.094)
<i>MTB</i>	0.364(48.771)***	0.353(43.460)***	0.353(43.462)***
<i>YR</i>	포함	포함	포함
<i>Adjusted R</i> ²	0.754	0.760	0.760
<i>F</i> -statistic	370.5***	273.5***	255.4***

(주1) ()안의 값은 t값이며 ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

(주2) 절편과 연도별 더미변수에 대한 회귀계수는 편의상 생략함.

(주3) 변수의 정의 및 측정:

TimeAUD: 감사투입시간의 수준에 대한 측정치로서 감사서비스관련 총소요시간을 자산총액으로 나누어 측정된 값을 사용함.
나머지 변수는 〈표 1〉 참조.

미치게 되어 결국 기업가치가 높아지게 되는 것으로 해석할 수 있다. 기타 통제변수들과 기업가치와의 관계는 〈표 3〉의 결과와 크게 다르지 않다.

4.2.3 감사보수와 기업가치

마지막으로 〈표 5〉는 감사품질 대용치로 감사서비스관련 보수를 사용하는 경우 감사보수가 기업

가치에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과를 보여 주고 있다. 감사서비스보수의 수준에 대한 측정치로는 감사인이 피감사기업으로부터 받은 감사서비스보수를 총자산으로 나누어 측정된 값(*FeeAUD*)을 사용하였다.⁹⁾

분석결과 모형(1), (2), (3)에서 감사보수변수(*FeeAUD*)의 회귀계수는 각각 0.097, 0.064 및 0.064로 기업가치(*Tobin's Q*)와 모두 유의한 양

9) 총자산 대신 매출액을 기준으로 감사서비스보수 비율을 구한 경우에도 분석결과는 기본적으로 달라지지 않았다.

〈표 5〉 감사보수와 기업가치간의 회귀분석 결과

$$Tobin's Q = \beta_0 + \beta_1 FeeAUD_t + \beta_2 OWN_t + \beta_3 OWN^2_t + \beta_4 INST_t + \beta_5 FORN_t + \beta_6 ExAUD_t + \beta_7 LEVER_t + \beta_8 SIZE_t + \beta_9 OROA_t + \beta_{10} R\&D_t + \beta_{11} UE_t + \beta_{12} MTB_t + \sum_k \beta_k YR_{kt} + \varepsilon_t$$

변수	모형(1)	모형(2)	모형(3)
FeeAUD	0.097(3.947)***	0.064(2.633)***	0.064(2.636)***
OWN		-0.458(-4.186)***	-0.459(-4.191)***
OWN ²		0.317(2.478)**	0.317(2.481)**
INST		0.059(1.346)	0.058(1.333)
FORN		0.376(8.770)***	0.376(8.770)***
ExAUD			0.003(0.241)
LEVER	-0.006(-4.065)***	-0.005(-3.373)***	-0.005(-3.379)***
SIZE	0.034(6.713)***	0.011(2.017)**	0.011(2.024)**
OROA	0.552(7.148)***	0.439(5.675)***	0.440(5.679)***
R&D	2.964(8.059)***	2.803(7.800)***	2.803(7.800)***
UE	0.087(2.867)***	0.081(2.718)***	0.080(2.709)***
MTB	0.236(44.099)***	0.220(41.033)***	0.220(41.020)***
YR	포함	포함	포함
Adjusted R ²	0.592	0.617	0.617
F-statistic	266.5***	217.5***	203.8***

(주1) ()안의 값은 t값이며 ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

(주2) 절편과 연도별 더미변수에 대한 회귀계수는 편의상 생략함.

(주3) 변수의 정의 및 측정:

FeeAUD: 감사서비스보수의 수준에 대한 측정치로서 감사인이 피감사기업으로부터 받은 감사서비스보수를 자산총액으로 나누어 측정된 값을 사용함.

나머지 변수는 〈표 1〉 참조.

(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 감사보수가 감사품질의 우위에 대한 대가로서 인식되어 감사품질이 높을수록 더 높은 감사보수를 받게 된다는 선행연구의 결과와도 일치하는 것이다. 즉, 감사보수가 증가할수록 감사품질은 높아질 것으로 판단되며, 감사품질이 높아질수록 경영자의 재량적 행동에 대한 감시와 통제기능을 효과적으로 수행할 가능성도 증가할 것이다. 이에 따라 주식시장에 실질적인 대리인비용의 감소와 함께 회계정보의

신뢰성이 높다는 긍정적인 신호효과(signal effect)를 전달할 수 있어 기업가치가 높게 나타나는 것으로 해석할 수 있다. 기타 통제변수들과 기업가치와의 관계는 〈표 3〉의 결과와 대부분 일치한다.

이상의 감사품질 대응치를 이용한 실증분석 결과에 따르면 감사품질과 기업가치 사이에는 유의한 양(+)의 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이는 감사품질이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 의미한다. 즉 감사품질이 높을수록 경영자에

대한 감시와 통제기능이 효과적으로 작동하게 되고, 이로 인해 주식시장에서는 기업의 대리인비용 감소와 회계정보에 대한 신뢰성이 향상되어 결국 기업가치가 높아지게 되는 것으로 유추할 수 있다.

4.3 추가분석

본 연구는 감사품질에 대한 대용치를 사용하여 감사품질이 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 검증하였으나, 반대로 기업가치가 높은 기업이 주식시장에 긍정적인 신호를 전달하기 위해 높은 품질의 감사서비스를 구매할 가능성이 존재한다.¹⁰⁾ 즉 제공된 감사품질이 기업가치에 영향을 미치는 것이 아니라 기업가치가 감사품질의 구매에 영향을 미칠 수도 있다. 따라서 이러한 가능성을 검증하기 위해 분석대상 기간동안 외부감사인이 실제로 교체된 기업(총 293개 기업-년)만을 대상으로 기업가치가 감사품질의 구매에 미치는 영향에 대해 감사인 선임모형을 이용하여 실증분석 하였다.

감사인 선임모형은 선행연구(노준화 등 2003)에서 감사구매에 영향을 미치는 것으로 나타난 변수들을 이용하여 아래와 같은 LOGIT 회귀분석을 실시하였다.

$$\begin{aligned}
 Big5 = & a_0 + a_1 SIZE_t + a_2 INVAR_t \\
 & + a_3 EXPO_t + a_4 ROA_t \\
 & + a_5 LEVER_t + a_6 OWN_t \\
 & + a_7 Tobin's Q_{t-1} + \sum_k a_k YR_{kt} + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

종속변수 Big5는 감사품질을 나타내는 대용치로 당기에 새로 선임된(또는 교체된) 감사인이 Big5 회계법인에 해당되면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 한편 기업가치가 감사품질의 구매에 영향을 미치는지를 검증하는 주요한 독립 변수는 기업가치의 대용치인 Tobin's Q로서 새로운 감사인이 선임되기 직전연도의 측정값을 사용하였다.¹¹⁾ 기타 통제변수로는 감사인 선임에 영향을 미칠 것으로 기대되는 기업규모(SIZE), 재고및 매출채권비율(INVAR), 수출비율(EXPO), 자산 수익률(ROA), 부채비율(LEVER) 및 내부자지분율(OWN)을 사용하였다.

먼저 기업규모(SIZE)와 관련해서는 기업의 규모가 커질수록 경영자에 대한 감시기능을 수행하는 외부감사의 효익이 증가하게 되므로 보다 높은 감사품질을 필요로 하게 된다는 선행연구(Chow 1982)에 따라 자산총계에 자연로그를 취한 값을 사용하였다.

또한 기업이 외부감사를 통해 재무제표의 정확성과 신뢰성을 외부이용자에게 전달하고자 한다면 감사위험이 높은 자산이 많거나 영업환경이 복잡할수록 보다 높은 수준의 감사품질을 선호할 가능성이 크므로 이를 통제하기 위해 상대적으로 감사위험이 높은 재고자산과 매출채권의 합계액을 총자산으로 나눈 비율인 재고및매출채권비율(INVAR)과 수출액을 매출액으로 나눈 비율인 수출비율(EXPO)을 추가하였다.

자산수익률(ROA)과 관련해서는 기업의 질이 높

10) 우수한 기업의 경영자는 자신이 갖고 있는 사적정보에 대한 신호를 전달하는 수단으로 높은 품질의 감사인을 선임할 유인이 있다. 품질 높은 감사인을 선임함으로써 주식의 시장가격을 높여 자기자본의 조달을 보다 원활히 하거나, 타인자본을 조달할 때 자본비용을 낮추는 효과를 기대할 수 있기 때문이다.(Bar Yosef & Livant 1984; Hughes 1986; Titiman and Trueman 1986) 이와 관련하여 고성삼과 김준곤(2003)은 시장에서 평가된 기업의 가치를 나타내는 변수와 선임된 감사인의 품질간에 차이가 있는지를 실증분석 하였으나 기업의 질이 높은 기업이 높은 품질의 감사인을 선임한다는 유의한 결과를 발견하지 못했다.

11) 직전연도 대신 당기 측정값을 사용한 경우에도 분석결과는 기본적으로 달라지지 않았다.

을수록 보다 높은 수준의 감사품질을 구매하는 경향을 가진다는 선행연구(정문종 1997)에 따라 당기순이익을 총자산으로 나눈 비율을 사용하였다.

한편 부채비율(LEVER)과 내부자지분율(OWN)은 대리인비용을 통제하기 위해 사용되었다. 먼저 부채비율과 관련해서는 부채비율이 높을수록 대리인 비용이 높으며, 대리인 비용이 높을수록 경영자는 재무제표의 신뢰성을 외부이용자에게 전달하기 위해 상대적으로 높은 수준의 감사품을 구매할 가능성이 있으므로(Chow 1982, Palmrose 1986,

Francis and Wilson 1988, DeFond 1992) 총 부채를 자기자본으로 나눈 비율을 사용하였다. 마찬가지로 내부자지분율과 관련해서도 내부자지분율이 높을수록 대리인 비용이 증가하게 되므로 경영자는 외부주주에게 재무제표의 신뢰성에 대한 정보를 전달하기 위해 높은 수준의 감사품을 구매할 것으로 예측된다(DeFond 1992). 마지막으로 연도별 특성이 감사인 선임에 미치는 영향을 통제하기 위해 연도별 더미변수를 추가하였다.

<표 6>은 기업가치가 감사품질의 구매에 실질적

<표 6> Big5 또는 NonBig5 선임여부를 종속변수로 사용한 LOGIT 회귀분석 결과

$$Big5 = a_0 + a_1 SIZE_t + a_2 INVAR_t + a_3 EXPO_t + a_4 ROA_t + a_5 LEVER_t + a_6 OWN_t + a_7 Tobin's Q_{t-1} + \sum_k a_k YR_{kt} + \varepsilon_t$$

변수	계수값	Wald 통계량
SIZE	0.386	11.540***
INVAR	0.120	2.391**
EXPO	0.356	0.553
ROA	0.428	0.222
LEVER	0.309	0.188
OWN	1.663	3.947**
Tobin's Q	0.043	0.067
YR		포함
모형 χ^2		34.99
(p값)		(0.000)
예측의 정확도		65.9%

(주1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄.

(주2) 절편과 연도별 더미변수에 대한 회귀계수는 편의상 생략함.

(주3) 변수의 정의 및 측정:

Big5 : 당기 선임됨(또는 교체된)감사인인 Big5이면 1, NonBig5이면 0인 더미변수.

SIZE : 기업규모(ln총자산).

INVAR : 채고및매출채권비율((채고자산과 매출채권의 합)/총자산).

EXPO : 수출비율(수출액/매출액).

ROA : 자산수익률(당기순이익/총자산).

LEVER : 부채비율(총부채/자기자본).

OWN : 내부자지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율).

Tobin's Q : 기업가치의 대용변수(proxy variable)

YR: 연도더미(관측치가 연도 k에 속하면 1, 그렇지 않으면 0).

으로 영향을 미치는지에 대한 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 만일 기업가치가 높은 기업이 주식시장에 긍정적인 정보를 전달하기 위해 높은 품질의 감사인을 선임하는 경향이 있다면 Tobin's Q의 회귀계수는 유의한 양(+의 값)을 가질 것으로 예측된다($a_7 > 0$).

분석결과에 따르면 기업가치변수(Tobin's Q)의 회귀계수는 0.043으로 감사품질(Big5)과 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다. 이는 기업가치가 감사품질의 구매에 영향을 미치는 것이 아니라 제공된 감사품질이 기업가치에 실질적인 영향을 미친다는 것을 보여주는 결과로 본 연구결과의 신뢰성을 높여주는 것으로 해석된다.

V. 결론

외국인투자자, 사외이사 등과 더불어 자본시장에서 기업의 내·외부감시주체로서 중요한 역할을 수행하고 있는 외부감사인 또한 직간접적으로 기업가치에 영향을 미칠 것으로 판단된다. 외부감사의 목적이 외부주주를 대신하여 경영자를 감시하고 올바른 경영성과를 공시하게 함으로써 외부의 사결정자에게 유용한 정보를 제공하는 것이라고 볼 때, 외부감사인이 감시주체로서 경영자의 재량적 행동을 효과적으로 감시하고 견제한다면 효율적 자본시장에서는 회계정보의 신뢰성 향상과 대리인비용의 감소로 인해 기업가치가 상대적으로 높아질 것으로 예측된다. 다시 말해 경영자에 대한 효율적인 감시와 통제기능은 감사인의 높은 전문성 및 독립성이 확보된 상황 즉, 높은 감사품질이 유지되는 상황에서만 가능하므로 결과적으로 감사

품질이 높을수록 기업가치는 높게 나타날 것으로 예측된다.

이에 따라 본 연구에서는 감사품질이 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 실증분석 하였다. 연구의 분석대상기간은 감사품질관련 자료가 본격적으로 공시되기 시작한 1999년부터 2003년까지이며, 사용된 표본은 금융업종과 관리종목에 속하지 않은 한국증권거래소 상장기업으로 회계자료, 감사서비스관련 자료 및 지분율자료를 입수할 수 있는 총 2,013개(기업-년)이다.

분석결과에 따르면 감사품질이 높을 것으로 기대되는 Big5 회계법인으로부터 감사를 받은 경우에 기업가치가 상대적으로 높아지는 것으로 나타났다. 이는 감사품질이 높은 외부감사인이 감사를 하는 경우에는 경영자에 대한 감시와 통제기능을 효과적으로 수행할 가능성이 크며, 이에 따라 주식시장에서는 실질적인 대리인비용의 감소와 함께 회계정보의 신뢰성 향상이라는 긍정적인 정보효과로 인해 기업가치가 높게 나타나는 것으로 해석할 수 있다. 또한 외부감사인이 감사에 투입하는 시간이 증가할수록 그리고 감사품질의 우위에 대한 대가로 인식되는 감사보수가 증가하는 경우에도 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다. 이는 감사인규모를 사용한 분석결과와 동일하게 감사투입시간과 감사보수가 증가할수록 감사품질이 높아지게 되고 이에 따라 기업가치가 높게 나타나는 것으로 해석된다.

한편 제공된 감사품질이 기업가치에 영향을 미친다는 본 연구결과와 달리 기업가치가 감사품질의 구매에 영향을 미칠 가능성도 존재한다. 따라서 감사인 선임모형을 이용하여 실제로 기업가치가 감사품질의 구매에 영향을 미치는지를 추가분석 하였다. 추가분석결과에 따르면 기업가치는 감사품질

의 구매에 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 본 연구결과의 신뢰성을 높여주고 있다.

이상의 연구결과는 감사인의 품질이 기업지배구조와 더불어 경영자를 감시하고 견제할 수 있는 중요한 내·외부감시주체로 작용할 수 있으며, 특히 직접적으로 기업가치평가에 영향을 미칠 수 있음을 보여주고 있다. 따라서 본 연구는 주로 기업의 지배구조 및 재무상태 관점에서 기업가치를 분석한 기존 선행연구에 추가하여 감사품질이라는 중요한 외생변수를 고려했다는 점에서 공헌점을 찾을 수 있다. 또한 기업가치를 높이기 위해서는 기업지배구조 개선노력과 함께 감사품질을 높여주는 정책적 노력이 필요하다는 시사점도 제공해 주고 있다.

참고문헌

- 고성삼·김준곤 (2003), "코스닥 기업의 감사인 선임결정에 관한 실증연구," **회계정보연구**, 제21권(제4호), 237-258.
- 권수영·김문철 (2001), "감사보수의 결정요인과 감사보수체계 변화로 인한 효과분석," **회계학연구**, 제26권(제2호), 115-143.
- 김병호 (1996), "기업의 자산화 정도와 기업이익발표전후의 주식가격 변화," **회계학연구**, 제21권, 67-91.
- 김병호 (1999), "우리나라 자본시장에서 이익반응계수 결정요인에 대한 연구," **재무관리연구**, 제5권, 31-79.
- 김병호 (2002), "기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원지분율을 중심으로," **증권학회지**, 제30집, 391-434.
- 김석진·김지영 (2000), "기업가치와 기업소유구조와의 관련성," **재무연구**, 제13권(제2호), 21-47.
- 김영숙·이재춘 (2000), "기업규모와 장부가/시가비율과 주식수익률의 관계," **증권학회지**, 제26집, 173-196.
- 김우택·장대홍·김경수 (1993), "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구," **재무연구**, 제6호, 55-75.
- 김주현 (1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," **재무연구**, 제5호, 129-154.
- 나종길·최기호 (2001), "이익조정에 대한 비적정의견성향과 감사품질," **회계학연구**, 제26권(제3호), 51-89.
- 노준화·배길수·전영순 (2003), "대리인 비용이 큰 기업이 고품질의 감사를 선호하는가? 외국인 직접투자기업과 내국기업의 감사품질 비교," **회계학연구**, 제28권(제4호), 203-230.
- 박기성 (2002), "소유구조와 기업의 회계적성과 및 Tobin's Q의 관계에 관한 연구," **증권학회지**, 제30집, 207-325.
- 박종성·최기호 (2001), "차별적 감사수요와 자발적 감사인 교체," **회계학연구**, 제26권(제3호), 1-25.
- 백원선·유재권 (2005), "감사인의 유형과 보수주의," **회계와감사연구**, (제41호), 241-260.
- 신현한·이상철·장진호 (2004), "외부감시주체와 기업가치," **재무연구**, 제17권(제1호), 41-72.
- 이상수 (1999), "감사품질과 감사인의 보수에 관한 연구," **회계학연구**, 제24권(제3호), 53-80.
- 이원창 (1992), "감사이외의 서비스가 감사품질에 미치는 영향에 관한 연구," **회계학연구**, (제14호), 127-150.
- 이효익 (1990), "감사인의 교체가 감사의견에 미치는 영향," **회계학연구**, (제11호), 1-36.
- 정문중·이재맹 (1996), "회계감사 품질대용치와 산업별 전문감사인: 우리 회계감사시장의 현황을 중심으로," **회계저널**, 제5권(2호), 239-274.
- 정문중 (1997), "대리인비용, 사적정보의 문제 및 기타 기업특성과 기업의 차별적 감사수요," **회계학연구**, 제22권(제4호), 91-121.
- 정석우 (1999), "Big6 감사인과 Non Big6 감사인에 대한 감리결과 비교," **회계와감사연구**, (제35호), 193-217.

- 최 관·백원선 (1998a), "감사인의 유형과 감사품질: 감사보수와 감사시간을 중심으로," *회계학연구*, 제23권(제2호), 49-75.
- 최 관·백원선 (1998b), "감리직기기업의 이익조작에 관한 실증적 연구," *회계학연구*, 제23권(제2호), 133-161.
- 최 관·이화진 (2000), "감사인의 유형과 감사품질: 감사보수 자유화를 전후로 한 실증 분석," 성균관대학교.
- Beatty, R. (1989), "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offering," *The Accounting Review*, 65(October), 693-709.
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., and K. R. Subramanyam (1998), "The Effect of Audit Quality on Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 15 (Spring), 1-24.
- Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker (2003), "The World Price of Earnings Opacity," *The Accounting Review*, (July), 641-678.
- Chow, C. (1982), "The Demand for External Auditing: Size, Debt, and Ownership Influence," *The Accounting Review*, (April), 272-291.
- Chung, K. H. and Pruitt, S. W. (1994), "A Simple Approximation of Tobin' q," *Financial Management*, 70-74.
- Copley, P., M. Doucet, and K. Gaver (1994), "A Simultaneous Equations Analysis of Quality Control Review Outcomes and Engagement Fees for Audits of Recipients of Federal Financial Assistance," *The Accounting Review*, 69, 244-256.
- Copley, P., J. Gaver, and K. Gaver (1995), "Simultaneous Estimation of the Supply and Demand of Differentiated Audits: Evidence from the Municipal Audit Market," *Journal of Accounting Research*, 33, 137-155.
- Chaganti, R., and Damanpour, F. (1991), "Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance," *Strategic Management Journal*, 12, 479-491.
- Davis, L. R., B. Soo, and G. Trompeter (2002), "Auditor Tenure, Auditor Independence and Earnings Management," *Working Paper, Michigan Tech university and Boston College*.
- DeAngelo, L. (1981), "Auditor Size and Auditor Quality," *Journal of Accounting and Economics*, 1, 113-127.
- DeFond, M. (1992), "The Association between Changes in Client Firm Agency Costs and Auditor Switching," *A Journal of Practice & Theory*, 11(Spring), 16-31.
- Deis, D. R. Jr. and G. A. Giroux (1992), "Determinants of Audit Quality in the Public Sector," *The Accounting Review*, 67(3), 462-479.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Fama, E. F. and K. R. French (1992) "The Cross-section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Francis, J., E. Maydew, and H. Sparks (1999) "The Role of Big6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals," *A Journal of Practice and Theory*, 18, 17-34.
- Francis, J., and D. Stokes (1986), "Audit Prices, Product Differentiation, and Scale Economy: Further Evidence from the Australian Market," *Journal of Accounting Research*, 30(Autumn), 383-393.
- Francis, J. and R. Wilson (1988), "Auditor Changes: A Joint Test of Theory Relating to Agency

- Costs and Auditor Differentiation," *The Accounting Review*, 63(October), 663-682.
- Geiger M., and K. Raghunandan (2002), "Auditor Tenure and Audit Quality. Auditing," *A Journal of Practice & Theory*, 21(March), 187-196.
- Johnson, W. B. and T. Lys (1990), "The Market for Audit Services," *Journal of Accounting and Economics*, 12, 281-308.
- Kim, W. S., Lee, J. W. and Francis, J. C. (1988), "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Insider Ownership," *Financial Review*, 23, 53-64.
- Lindenberg, E. B. and S. A. Ross (1981), "Tobin's q Ratio and Industrial Organization," *Journal of Business*, 1-32.
- Lombardo, D. and M. Pagano (2000), "Legal Determinants of the Return on Equity," *CSEF Working Paper*.
- Lowenstein, L. (1991), "Why Mergers Should (and Should not) Have Respect for Their Shareholders," *Journal of Corporation Law*, 17, 1-27.
- Lys, T., and R. Watts (1994), "Lawsuit against Auditors," *Journal of Accounting Research*, 32(supplement), 65-93.
- McConnell, J., and Servaes, H. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Myers, J., Myers, L. A. and Omer, T. C. (2003), "Exploring the Term of Auditor-Client Relationship and the Quality of Earnings: A Case for Mandatory Auditor Rotation?," *The Accounting Review*, 78(July), 779-799.
- Ohlson, J. (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, 11(Spring): 661-687.
- Oswald, S. L. and Jahera, J. S. (1991), "The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study," *Strategic Management Journal*, 12, 321-326.
- Palmrose, Z. (1986), "Audit Fee and Auditor Size: Further Evidence," *Journal of Accounting Research*, 24(Spring), 97-110.
- Palmrose, Z. (1988), "An Analysis of Auditor Litigation and Audit Service Quality," *The Accounting Review*, 63(January), 55-73.
- Pierre, K., and J. Anderson (1984), "An Analysis of Factors Associated with Lawsuits against Public Accountants," *The Accounting Review*, (April), 242-283.
- Rajgopal, S., and M. Venkatachalam (1998), "The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: An Empirical Investigation," *Working Paper*.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shockley, R. A. (1981), "Perceptions of Auditors' Independence: An Empirical Analysis," *The Accounting Review*, 56(4), 785-800.
- Shockley, R., and R. Holt (1983), "A Behavioral Investigation of Supplier Differentiation in the Market for Audit Services," *Journal of Accounting Research*, 21(Autumn), 545-564.
- Simunic, D. A. and M. T. Stein (1987), "Product Differentiation in Auditing: Auditor Choice in the Market for Unseasoned New Issues," *Canadian Certified General accountants' Research foundation*, Vancouver.
- Stice, J. D. (1991), "Using Financial and Market Information to Identify Pre-engagement

- Factors Associated with Lawsuits against Auditors," *The Accounting Review*, 66(3), 516-553.
- Teoh, S. and T. Wong (1993), "Perceived Auditor Quality and Earnings Response Coefficients," *The Accounting Review*, 68(April), 346-367.
- Watts, R. and J. Zimmerman. (1983), "Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence," *Journal of Law and Economics*, 613-633.

The Impact of Audit Quality on the Firm Value*

Sanghun Kim**

Abstract

Prior researches of the firm value primarily focus on the governance structure and financial conditions of firms. In detail, empirical topic of prior researches are summarized as follows: First researches of governance structure focus the comparative analysis of the firm value to the change of stockholders' share ratio(inside ownership, foreign ownership and institutional ownership). Additionally they investigate empirically for the effect how outside directors on the board of directors and audit committee can cause the firm value. Second researches of financial conditions examine empirically the relationship between the firm size, the debt constraint, the accounting performance and development expenditures and its effect on the firm value. In conclusion, prior researches show that the governance structure and financial conditions of firms significantly effects on the firm value.

But up to the present there is no study empirically to examine the effect how the audit quality as manager's inside/outside monitor can cause the firm value. Thus examining the monitoring role of the audit quality and the exploring the relation between the audit quality and firm value is clearly an interesting and important research topic. Particularly after the effect of the Korean monetary crisis in 1997, the independence and expertise of auditors monitoring the accounting information has been emphasizing in Korea. So that this paper examines whether market participants evaluate the firm value differentially depending on the audit quality. Exactly we investigate empirically whether the existence of high quality audits enhances firm value in Korea.

Specifically we predict that the higher the audit quality is, the higher the firm value is. Because auditors with high quality can throughly monitor and control the managerial actions

* This work benefited from the financial support of the Dongseo University.

** Full-Time Lecturer, Division of Business Administration, Dongseo University.

of managers, firms with high quality audits can provide the more reliable information to market participants and reduce agency costs. But auditors with low quality can easily acquiesce to auditee pressure, including pressure to allow earnings management. So this will lead to a difference in the firm value between firms with high quality audits and firms with low quality audits.

But it is very difficult directly to estimate the audit quality. So in this paper we respectively use auditor size(Big five or Nonbig five auditors depending on the affiliation with foreign Big five audit firms: Big five auditors are known as those having higher reputation and audit quality), audit services time and audit services fees as a surrogate for the audit quality according to prior research. And we use Tobin's Q ratio as a proxy for the firm value. The sample consists of non-banking firms(2,013 firm-years) with December fiscal year listed in Korean Stock Exchange over 1999-2003.

Consistent with the prediction, we find that the higher the audit quality is, the more increases the firm value represented as Tobin's Q in the Korean stock market. More specifically, our results of empirical test are as follows: (1) The difference in firm value significantly exists between Big five auditees and Nonbig five auditees. Firm value is higher for firms that are audited by high-quality auditors(Big five auditors) than for those that are audited by low-quality auditors(Nonbig five auditors). (2) There is significant positive association between the firm value and an amount of audit services time. Firm value is high as an amount of audit services time increases. (3) There is also significant positive association between the firm value and an amount of audit services fees. Firm value is higher for firms that pay the more audit services fees to auditors. Such associations remain robust even after we include various control variables(governance mechanism and financial conditions) that may explain firm value.

Additionally, we examine whether or not high-Tobin's Q firms hire high quality audits(Big five auditors) to signal a favorable information. But there is no evidence that high-Tobin's Q firms hire high quality audits. So we conclude that high quality auditors as manager's inside/outside monitor can enhance firm value.

These results indicate that the audit quality is important factor when market participants evaluate the firm value. So it is necessary to make efforts to enhance and encourage audit quality in the Korean accounting and audit industry for improvement of the firm value.

Key words: firm value, inside/outside monitor, audit quality, auditor size, audit services time, audit services fees